



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

Wie die Medien Teil des Systems sind

Hens, Thorsten ; Dzielinski, Michal

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-63311>

Newspaper Article

Published Version

Originally published at:

Hens, Thorsten; Dzielinski, Michal. Wie die Medien Teil des Systems sind. In: Finanz und Wirtschaft, 51, 27 June 2012, 16.

Wie die Medien Teil des Systems sind

(Teil 5) – Reiche Fundgrube für Wissenschaft – Auch No News bewegen Kurse – Aufmerksamkeitseffekte wirken auf Kaufentscheid stärker als auf Verkauf



THORSTEN HENS UND
MICHAL DZIELINSKI

Seit der Französischen Revolution sind die Gewalten unserer Staaten auf die Legislative, die Exekutive und die Judikative aufgeteilt. Wieso unterhalten dann Politiker wie Silvio Berlusconi und Christoph Blocher eigene Fernsehkanäle? Klar: Weil es im Grunde noch eine vierte Gewalt gibt – die Medien. In der traditionellen Finanzwissenschaft spielen sie allerdings keine Rolle, denn das herrschende Dogma ist dort die Informations-effizienz, die der Chicagoer Ökonom Eugene Fama postuliert hat (vgl. Textbox unten). Gemäss Fama sind alle öffentlichen Informationen immer schon in den Kursen eingepreist.

Eine andere Sicht vertrat der englische Ökonom John Maynard Keynes. Er war ein sehr erfolgreicher Anleger und wusste genau, dass es am Finanzmarkt nicht nur darauf ankommt, was man als den richtigen Kurs einer Anlage berechnen kann, sondern darauf, ob die anderen Marktteilnehmer diese Einschätzung teilen. Denn wie er treffend sagte: «Märkte können länger irrational bleiben, als man Geld hat, um sich dagegen zu positionieren.» Medienberichte können deshalb wertvoll sein, da sie uns darüber informieren, was die anderen Anleger denken oder gar wie ihre Stimmung ist.

Drittpersoneneffekt

Aeron Davis von der University of London hat 2005 in einer Studie den sogenannten Third Person Effect nachgewiesen: Anleger reagieren auf Medienmeldungen, weil sie glauben, dass diese andere Marktteilnehmer beeinflussen werden und die Kurse sich deshalb verändern.

Aufschlussreich ist auch, was Gur Huberman und Tomer Regev von der Columbia University im Jahr 2001 mit dem spektakulären Fall Entremed aufgezeigt haben, dass nämlich Medienberichte grosse Preisänderungen auslösen können, selbst wenn keine neuen Informationen vorliegen. Am Sonntag, 3. Mai 1998, hatte die «New York Times» auf ihrer Titelseite über eine vielversprechende Krebstherapie berichtet, die von Entremed entwickelt wurde. Die Aktien von Entremed bewegten sich am Freitag davor um 12 \$, am Montag nach der Publikation eröffneten sie auf 85 \$ – obwohl die Erkenntnisse aus dem Artikel schon seit Monaten bekannt und in der Fachzeitschrift «Nature» (wie sogar in der «New York Times» selbst) beschrieben waren.

Drei Aspekte dieses Vorfalles sind aus Sicht der Markteffizienz besonders rätselhaft. Erstens: Die Reaktion auf dieses No-

News-Ereignis war viel grösser als zum Zeitpunkt, als die Information erstmals publiziert wurde. Zweitens: Der Kursausschlag hielt sich recht lange – Monate später notierten die Titel immer noch rund doppelt so hoch wie vor der Titelliste. Drittens: Einige andere Biotech-Aktien wurden vom Kursschub mitgerissen. In der Behavioural Finance beschäftigen sich deshalb immer mehr Wissenschaftler mit dem Zusammenspiel von Medien und Finanzmärkten. Dieser Artikel berichtet von ihren faszinierenden Ergebnissen.

Abhängigkeit ist gegenseitig

Ein kritischer Journalist sollte wissen, dass Finanzmärkte aus sich selbst heraus Zyklen entwickeln, die zu starken Schwankungen um die Fundamentalwerte führen. Genau diese sogenannte Excess Volatility hat der US-Ökonom Robert Shiller schon 1980 im «American Economic Review» nachgewiesen. Also sollte man erwarten, dass die Medien einen kritischen Blick von aussen vertreten und helfen, diese Schwankungen zu dämpfen. Diese idealistische Sicht verkennt allerdings, dass die Medien selbst Teil des Systems sind.

Auf ihrer Inputseite sind sie von Quellen abhängig, und auf ihrer Outputseite hängen sie davon ab, dass sie gelesen resp. konsumiert werden. Schwimmen sie zu lange gegen den Strom, versiegen die Quellen, weil die Informanten sich jeweils wundern, warum ihre Ansichten gegenteilig kommentiert werden. Auf der Output-

seite werden Massenmedien (davon ist hier die Rede), die gegen den Strom schwimmen, mit der Zeit nicht mehr gehört. Denn die meisten Leute konsumieren Medien nicht, um informiert zu werden, sondern um Bestätigung ihrer Ansichten zu finden (Confirmation Bias). So zeigt Anya Schiffrin von der Columbia University in ihrem neuen Buch «Bad News. How America's Business Press Missed the Story of the Century», dass die amerikanischen Medien nicht auf die Finanzkrise hingewiesen haben.

Andererseits giessen Medien in Boomzeiten allzu oft Öl ins Feuer. Sie prägen mit schöner Regelmässigkeit Begriffe wie New Era Economics, um nahezu legen, dass wir in ganz besonderen Zeiten leben, in denen die alten ökonomischen Zusammenhänge zwischen Rendite und Risiko nicht mehr gelten.

Die Kraft des Bildes

Der Fall Entremed wirft die Frage auf, ob Anleger generell auf irrelevante Aspekte in der Medienberichterstattung reagieren. Matteo Arena und John S. Howe haben 2008 basierend auf der «Who's News»-Spalte des «Wall Street Journal» wissenschaftlich belegt, dass Berichte versehen mit einem Bild des CEO eine stärkere Reaktion auslösten als Beiträge ohne Bild, selbst wenn beide Artikel direkt nebeneinander erschienen.

Ausserdem kommen Aufmerksamkeitseffekte beim Kaufentscheid viel stärker

Stimmungsmesser Internetmedien

In den Siebzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts, als der US-Wirtschaftswissenschaftler Eugene Fama die Informations-effizienz der Finanzmärkte postulierte, waren öffentliche Informationen noch relativ selten. Sobald sie in den Medien erschienen, hatten Insider meistens schon gehandelt. So ist es nicht erstaunlich, dass Fama feststellte, öffentliche Informationen seien immer schon in den Preisen eskomptiert.

Inzwischen ist Insiderhandel verboten, und die Knappheit an Informationen ist durch einen «Information Overkill» abgelöst worden. Egal, wo wir uns gerade aufhalten, werden wir mit Nachrichten nur so bombardiert – ob wir wollen oder nicht. An vielen öffentlichen Orten läuft ein Fernseher, und wir selbst sind ständig online, mailen, twittern, googeln etc.

Das Internet hat die Kommunikation aber nicht nur schneller, sondern auch interaktiver gemacht. Gerade der interaktive Teil der Kommunikation eröffnet neue Chancen, in der Flut der Informationen nicht unterzu-

gehen, sondern geschickt auf ihren Wellen zu reiten. So haben die Informatiker Johan Bollen, Huinan Mao und Xiao-Jun Zeng von der Indiana University in Bloomington in einer vielbeachteten Studie («Twitter mood predicts the stock market») aufgezeigt, dass man Tweets auf Twitter einer Stimmungsanalyse unterziehen und damit die Vorhersage des Blue-Chip-Barometers Dow Jones Industrial auf Tagesbasis verbessern kann.

Unsere eigene Untersuchung basierend auf Suchbegriffen in Google zeigt, dass auch diese aktive Teilnahme an den Medien Aufschluss über die Stimmung in der Ökonomie geben kann, womit dann wiederum Rückschlüsse auf die wöchentliche Entwicklung des S&P-500-Index gezogen werden können. Kollegen von uns versuchen, Face-book für Blitzumfragen zu nutzen, um auch hierdurch den Märkten einen Schritt voraus zu sein.

Daraus folgt, dass nicht nur die Medien ein Teil des Systems sind. Auch wir sind via Internet alle Teil der Medien geworden. HE

ker zur Geltung, weil da ein fast unbegrenztes Universum zur Verfügung steht, wohingegen beim Verkauf meist nur das eigene Portfolio in Betracht kommt. Und – Privatinvestoren, die sich nicht ständig mit dem Finanzmarkt beschäftigen, sind dem «Attention Grabbing» besonders ausgesetzt. Diese zwei Hypothesen haben die kalifornischen Professoren Brad Barber und Terry Odean anhand von Millionen von Handelsaufträgen untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass Privatinvestoren stark dazu tendieren, Aktien zu kaufen, die aktuell in den Medien erwähnt werden. Leider ist es so, dass aufmerksamkeitsgetriebenes Anlegen keine Überrendite generiert und im Zusammenhang mit häufigen Umschichtungen im Depot sogar schädlich für das Vermögen sein kann.

Die bisher vorgestellte Forschung hat sich nur mit der Frage der Medienpräsenz befasst, vergleichbar mit der Agenda-Setting-Theorie der Medienwissenschaft. Der andere wichtige Aspekt ist die Frage, ob die Stimmung in den Medien die Stimmung auf dem Finanzmarkt beeinflussen kann. Es gibt mittlerweile sehr effiziente Algorithmen, mit denen die Stimmung der Sprache in Tausenden von Medienmitteilungen quantifizieren werden kann.

So wird zum Beispiel der Anteil negativer Worte (gemäss einem vordefinierten Wörterbuch, zum Beispiel dem «Harvard IV-4 Sociolinguistic Dictionary») in einem Text erhoben. In zwei auf diesem einfachen Mass basierenden Studien haben Paul Tetlock und sein Team von der Columbia-Universität gezeigt, dass man mit Medienstimmung nicht nur kurzfristige Rendite, sondern auch Unternehmensgewinne besser vorhersagen kann. Wendet man die Algorithmen auf Quartalsberichte an, so generiert die Medienstimmung einen Zusatzeffekt über die herkömmlichen Kennzahlen wie die «Gewinnüberraschung» hinaus, wie auch Joseph Engelberg von der Universität in San Diego zum Ausdruck bringt.

Von Präsenz zur Stimmung

Unsere eigene Forschung zeigt, dass Medien den Finanzmarkt viel stärker in Phasen hoher Unsicherheit prägen. Die Märkte reagieren schneller auf positive und negative Gewinnüberraschungen, was interessante Auswirkungen auf Anlagestrategien hat, die auf dem sogenannten Post Earnings Announcement Drift (PEAD) gründen. Positive Gewinnüberraschungen führen in der Regel zu einer Mehrrendite nicht nur am Publikationstag, sondern auch danach. Bei negativen Überraschungen funktioniert der Drift spiegelbildlich, was für verzögerte Informationsverarbeitung spricht.



Die Serie im Überblick

Würden sich Anleger rein rational verhalten, wären die Finanzmärkte effizient oder zumindest weniger schwankungsanfällig als in den letzten Jahren. Dass für die Preisbildung die Psychologie eine wichtige Rolle spielt, ist kein Geheimnis und ist wohl allen Anlegern aus eigener Erfahrung bekannt. Aber ihr Einfluss wird oft unterschätzt oder missverstanden. Die FuW zeigt in einer wöchentlichen Serie, was die Psychologie bewirkt und wie man ihre Bedeutung in der Kapitalanlage nutzen kann. Autor ist Prof. Thorsten Hens. Er erforscht das Anlegerverhalten und das Funktionieren der Märkte unter evolutionstheoretischen, psychologischen und neurologischen Gesichtspunkten. Im Bereich der Evolutionary und der Behavioural Finance gehört er zu den führenden Wissenschaftlern.

Erschienen sind: Die Psychologie des Investierens (Einführung, FuW Nr. 39 vom 16. Mai), Behavioural Biases – Vorsicht, Falle (Nr. 41/23. Mai), Wie Kultur die Anleger beeinflusst (43/30. Mai), Welcher Risikotyp bin ich? (Teil 3a, 45/6. Juni), Vom Risikoprofil zum Anlagemix (47/13. Juni), Auch der Kopf kann sich irren (49/20. Juni). Den Abschluss der Serie macht in einer Woche:

Teil 6: Marktanomalien und die Frage: Value oder Momentum?

Der Erfolg einer Strategie, die Aktien mit positiven Überraschungen kauft und solche mit (vermeintlich) negativen leer verkauft, wurde in mehreren Studien nachgewiesen. Sie lässt sich unter Berücksichtigung der Stimmung von Quartalsberichten sogar verbessern.

Es gibt noch viel zu tun

Nun geschieht aber bei hoher Unsicherheit der grösste Teil der Preisreaktion (die insgesamt stärker ist als in ruhigen Phasen) bereits zeitnah, was für erhöhte Aufmerksamkeit spricht. Andererseits hat diese reduzierte Halbwertszeit von Firmenberichten sehr wohl damit zu tun, dass in unsicheren Zeiten viel mehr publiziert wird und auch die Medienstimmung selbst volatil wird. Demzufolge lassen sich bei erhöhter Unsicherheit kaum noch Überrenditen aus dem Drift erzielen.

All diese Beispiele verdeutlichen, dass – entgegen der Informationseffizienzthese der traditionellen Finance – Medien eine aktive Rolle im Finanzmarkt spielen. Für diese Beobachtungen bietet die Behavioural Finance einen Rahmen. In der Tat können viele Aspekte der Medienwirkung auf Anleger und Markttrenditen auf Behavioural Biases (irrationales Verhalten) zurückgeführt werden. Das Forschungsthema Medien und Finance ist vielversprechend. Es bleibt zu hoffen, dass die Medien objektiv darüber berichten werden.

Thorsten Hens ist Swiss-Finance-Institute-Professor, Leiter des Instituts für Banking und Finance an der Universität Zürich und Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS); Michal Dzielinski ist Assistent am Institut für Banking und Finance.